

コロナショックと 長期停滞論

経済調査部 久後 翔太郎

要 約

本稿ではコロナショックの影響を長期停滞論の文脈から整理し、コロナショックが長期停滞を招き得るかを検証した。本稿から得られる含意は以下の通りである。コロナショック後に観察された貯蓄の偏在は家計部門全体で見た貯蓄性向の高まりを通じて自然利子率を低下させるリスクがある。企業部門に関しては、ゾンビ企業の増加や企業のリスク許容度の低下といった変化が投資需要の減衰と貯蓄性向の高まりを通じて、いずれも長期停滞を招き得る。ポストコロナの政策対応という観点では、経済社会活動の正常化とともにコロナ対応で急拡大した歳出規模を平時の水準に戻すことが課題である。短期的には景気に悪影響を及ぼす可能性があるものの、中長期的には産業の適切な新陳代謝を促し、企業の投資意欲を高めることや、政府債務の拡大がもたらす経済成長の低下圧力を緩和することが期待される。

目 次

はじめに

1章 コロナショックと長期停滞論の関係

2章 ポストコロナにおける長期停滞論のポイント

3章 ポストコロナの政策対応の課題

おわりに

はじめに

新型コロナウイルス感染症の世界的な流行による経済ショック（コロナショック）は甚大な経済的被害を世界各国にもたらしたが、足元ではワクチン接種が進む先進国を中心に経済が正常化に向かっている。こうした中、マクロ経済を見通すうえで、コロナショックがもたらした景気循環への影響だけでなく経済構造の変化にも目を向ける必要がある。

そこで本稿では、コロナショックが引き起こした家計・企業の行動変容がマクロ経済に及ぼす中長期的な影響を長期停滞論との関係から検討する。長期停滞論は2008年9月のリーマン・ショックを契機とした世界同時不況後に盛んに取り上げられた。戦後最悪ともいえる景気悪化をもたらしたコロナショックにおいても長期停滞が進行するかを検討するうえで、リーマン・ショック後の経済の動きとの比較でコロナショック後の経済を見通すことには一定の意義があると考えられる。特に、コロナショック後には貯蓄増加や倒産件数の減少など、長期停滞論の視点からも重要な現象が観察されている。

本稿の構成は以下の通りである。1章ではコロナショックと長期停滞論の関係について整理する。2章ではコロナショックがもたらした変化のうち、急増した家計貯蓄の偏在といわゆる「ゾンビ企業」の増加を取り上げる。3章ではポストコロナにおける経済財政政策の在り方について論じる。

1章 コロナショックと長期停滞論の関係

1. 長期停滞論とは？

池尾（2020）によると、「長期停滞（Secular Stagnation）論とは、経済の低迷（低成長）を景気循環上の一時的な局面（不況）とみなすのではなく、持続性をもった構造的な現象として捉える主張である」とされている。その始まりは、1930年代に経済学者のA・ハンセンが主張したことに遡り、2013年にサマーズが低成長、低金利、低インフレが並立する背景として長期停滞論を取り上げ、再度注目された。

長期停滞の背景には自然利子率の低下があるとされている。自然利子率とは、景気に中立的な実質金利の水準のことであり、潜在GDPと実質GDPが一致する利子率ともいえる。通常、中央銀行は利下げによって金融緩和の強化を図るが、金融緩和効果の度合いは、実質金利の絶対的な水準ではなく、実質金利の自然利子率からの乖離幅として定義される「実質金利ギャップ」によって決まる。

一定の仮定の下で自然利子率は潜在成長率に近似することができるため、実質金利ギャップによって金融緩和効果の度合いが決まるという点をより直感的に理解するには、自然利子率を潜在成長率に置き換えると分かりやすい。そこで、実質金利ギャップの代理変数を「実質金利－潜在成長率」として、例えば、潜在成長率が10%の状態では実質金利が5%の場合と、潜在成長率が3%の状態では実質金利が5%の場合を考える。この時、実質金利ギャップ（の代理変数）は前者では▲5%pt（5%－10%）、後者では＋2%pt（5%－3%）となっており、金利の絶対水準ではなく、実質金

利ギャップ（の代理変数）の水準の低さが実際の金融緩和度合いの大きさを判断するうえで重要であることが分かる。

以上を踏まえたうえで、自然利率の低下がもたらす影響を考えたい。実質金利ギャップが「実質金利－自然利率」という式で表されることから、自然利率の低下は実質金利ギャップを上昇させる要因として働く。すなわち、自然利率が切り下がった状況で中央銀行が利下げに動いても、実質金利ギャップのマイナス幅を拡大させることは難しく、大きな金融緩和効果を得にくい。この結果、景気回復に時間を要し緩慢な経済成長が続くこととなる。リーマン・ショック後に観察された低金利と低成長の共存を説明する概念として、長期停滞論並びに自然利率の低下が世界的な関心事となった。

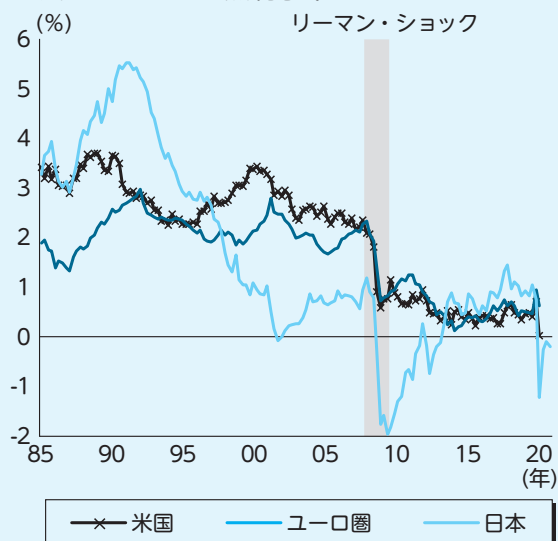
実際に米欧の自然利率（Holston, Laubach and Williams, 2017）と、筆者が Laubach and Williams（2003）をもとに推計した日本の自然利率の推移を確認すると（図表1）、米国とユーロ圏ではリーマン・ショック前から緩やかな低下傾向が見られたものの、ショック後に自然利率の水準が切り下がった。これによりリーマン・ショック後の大幅な利下げにもかかわらず、実質金利ギャップの低下幅は限定的であり、そのことが景気回復の鈍さにつながった可能性が示唆される。

一方、日本の自然利率に目を向けると、バブル崩壊後の1990年頃から低下が始まっており、リーマン・ショック直後には一時マイナス圏にまで落ち込んだと推計される。自然利率の推計値は採用するモデルによって異なるため幅を持って見る必要があるものの、日本においてはリーマン・ショック後の自然利率の急激な低下だけで

なく、1990年代を通じて持続的に低下してきたことも注目に値する。

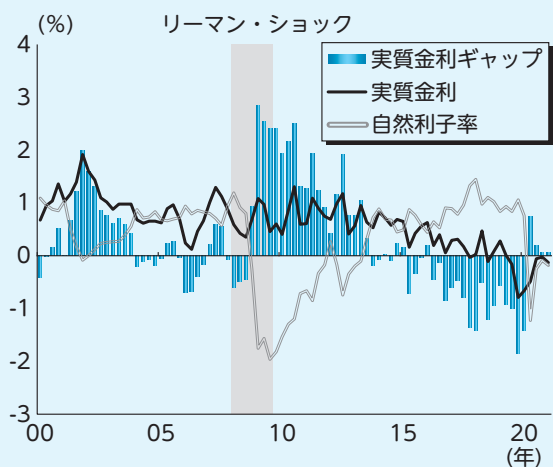
日本の自然利率の低下についてより詳しく見るために、実質金利と実質金利ギャップの動きを併せて示したものが図表2である。実質金利

図表1 各国の自然利率



(注) 日本の自然利率は、Laubach-Williamsモデルを用いて大和総研が推計
(出所) Holston, Laubach and Williams (2017), Laubach and Williams (2003)、内閣府、総務省統計から大和総研作成

図表2 日本の自然利率と実質金利ギャップ



(注) Laubach-Williamsモデルを用いて大和総研が推計
(出所) Laubach and Williams (2003)、内閣府、総務省統計から大和総研作成

ギャップの動きを見ると、リーマン・ショック後に長期に亘りプラス圏を推移し（金融緩和効果が乏しく）、その後2015年頃からマイナス圏に転じている。足元ではコロナショックが自然利率の変動幅を大きくしており、一層の幅を持って見る必要があるが、リーマン・ショックの時と同様にコロナショックが自然利率の低下に拍車をかけるか否かを考えることは先行きの日本経済を見通すうえで重要な要素の一つである。

自然利率はどのような要因によって変動するのだろうか。前述したように、自然利率は潜在GDPと実際の実質GDPが一致する利率の水準であるが、同時に金融市場では資金需要（投資）と資金供給（貯蓄）も一致している。一般に、金利が高い（低い）ほど預金から得られる利子収入は増加（減少）するため、貯蓄を行う動機が高まり（低下し）、資金供給は増加（減少）する。一方で借入れコストは金利が高い（低い）ほど増加（減少）するため、投資を行う動機が低下し（高まり）、資金需要は減少（増加）する。このため、金融市場においては右上がりの貯蓄曲線と右下がりの投資曲線を描くことができ、両者が交わる点で貯蓄と投資がバランスすることになる（図表3）。自然利率は貯蓄曲線が右方にシフトしたり、投資曲線が左方にシフトしたりすることで低下するため、以下では貯蓄の増加や投資の減少をもたらす要因について考察する。

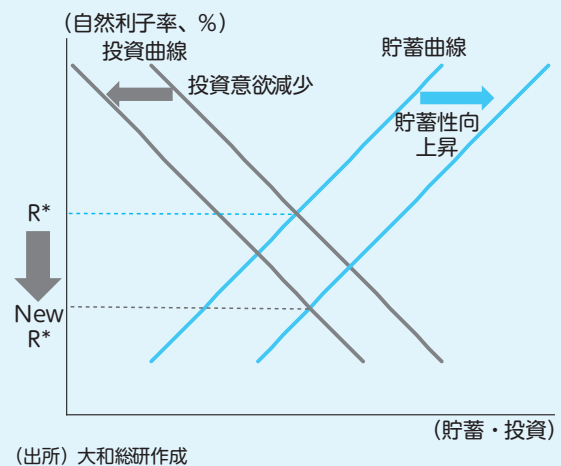
2. 貯蓄に影響を及ぼす要因—格差拡大

所得格差の拡大は貯蓄の偏在をもたらすことで自然利率の低下に寄与し得る。高所得者の貯蓄性向は高い傾向にある一方、低所得者のそれは低い傾向にあるため、所得分配が高所得者に偏れば、マクロで見た貯蓄性向は上昇する。この結果、貯

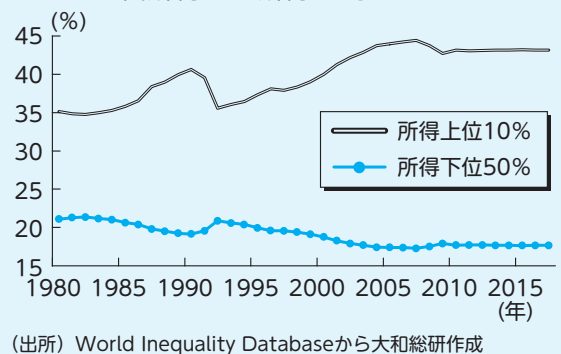
蓄曲線は右方にシフトし、自然利率に低下圧力がかかると考えられる。

こうした関係性を念頭に、日本における所得上位・下位10%の者の所得が総所得額に占める割合の推移を示したものが図表4である。高所得者の所得割合は1990年前後の資産バブル崩壊直後は一時的に低下したものの、その後はリーマン・ショックが発生するまで緩やかな上昇傾向が続いている。対照的に、低所得者の総所得が所得全体に占める割合はバブル崩壊以降リーマン・ショックまで緩やかな低下傾向にある。こうした所得間格差の拡大は自然利率の低下が始まった時期と

図表3 長期停滞論の概念図



図表4 所得全体に占める高所得者・低所得者の所得の割合



同じ資産バブル崩壊後に始まっている。この間、資産バブル期に発生した「3つの過剰」が調整局面に入ったことなど、種々の要因が自然利子率の低下に寄与したとみられるが、所得格差の拡大も貯蓄曲線の右シフトを通じて自然利子率を低下させた一因であった可能性を示唆している。

3. 投資に影響を及ぼす要因

次に投資曲線を左シフトさせる要因について考察を行う。長期停滞論の視点では投資を減少させる要因として、「資本財の相対価格の低下」や「公共投資の減少」などが指摘されているが (Rachel and Smith, 2015)、本稿では、ゾンビ企業の存在に注目する。

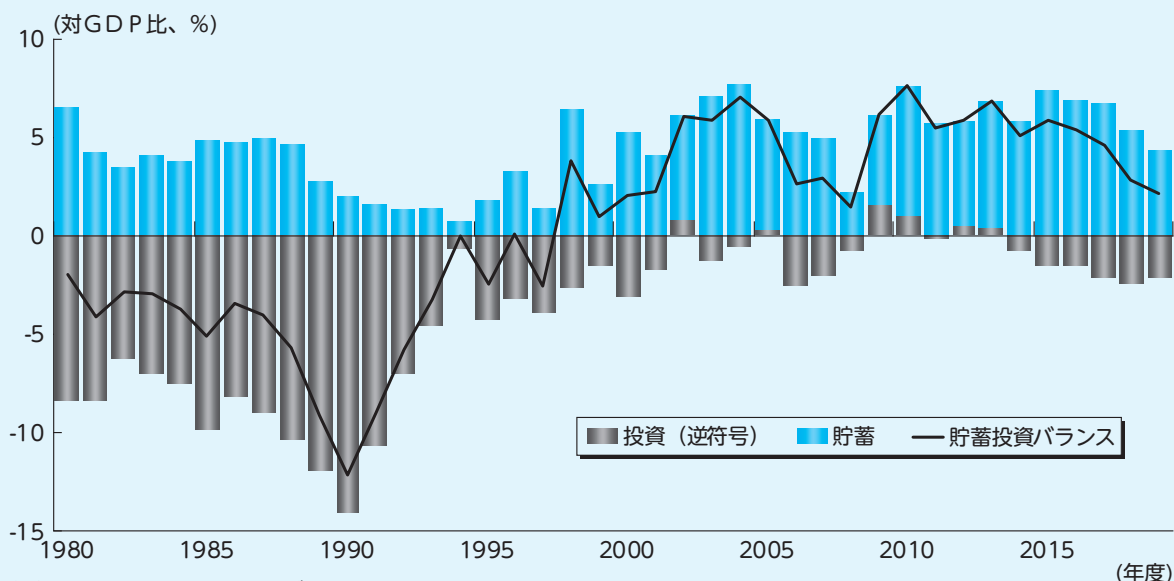
ゾンビ企業は文献によって定義が異なるが、一般に、通常の経済条件なら破綻するが手厚い銀行融資や財政金融政策によって存続する企業を指す。Caballero et al. (2008) によると、ゾンビ企業の存在が、非ゾンビ企業の設備投資や雇用に

悪影響を与えると指摘されている。

1990年頃のバブル崩壊以降、日本では企業の貯蓄投資バランスが、投資超過から貯蓄超過に大きく変化した。こうした影響を見るために、国民経済計算 (SNA) を用いて企業部門における貯蓄投資バランスを貯蓄と投資に分解したものが図表5である。1980年から1990年度までは投資が増加傾向にあった一方、貯蓄は緩やかな減少傾向にあったため、企業部門の貯蓄投資バランスは大幅な投資超過となった。しかし、資産バブルの崩壊を境に企業の設備投資が急激に減少したことが特に1990年代後半までの貯蓄投資バランスの投資超過の縮小に寄与した。その後2000年代に入ると、投資の低迷は継続する一方で、貯蓄はGDP比5%前後で推移しており、非金融法人の貯蓄投資バランスは貯蓄超過の状態が定着している。

もちろんこの動きのすべてをゾンビ企業の存在だけで説明することはできないが、ゾンビ企業の増加に伴う設備投資需要の減少が企業部門の貯蓄

図表5 非金融法人の貯蓄投資バランスの内訳



(注) 1993年度以前は93SNAのデータを接続
(出所) 内閣府統計から大和総研作成

投資バランスを貯蓄超過へと転換させた一因といえよう。こうした企業行動の変化を先ほどの貯蓄曲線と投資曲線の概念に当てはめると、1990年代の自然利子率の低下は企業の投資需要の減少による投資曲線の左方へのシフトによってもたらされた。さらに2000年代以降の企業の貯蓄増加は貯蓄曲線を右方にシフトさせ、自然利子率の低下に寄与したと考えられる。

2章 ポストコロナにおける長期停滞論のポイント

1. コロナショックがもたらす過剰貯蓄

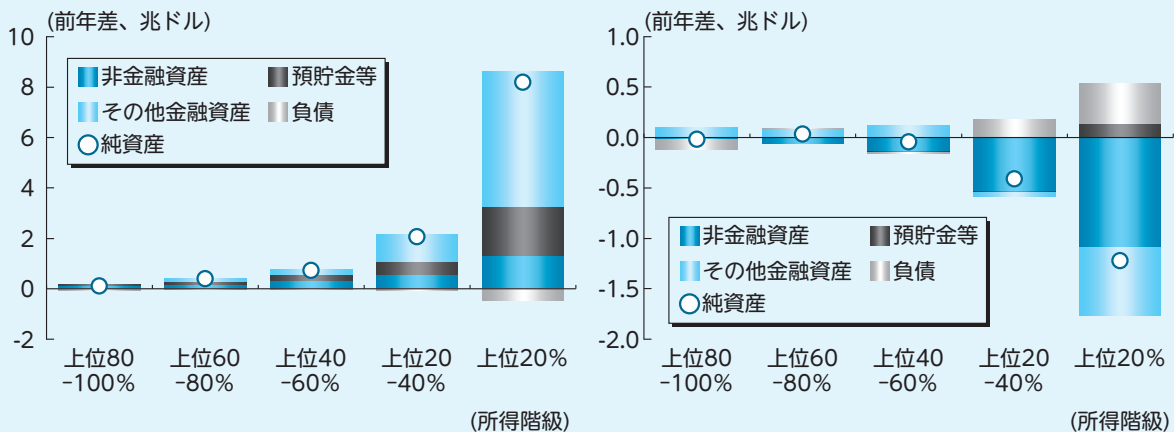
前章で指摘した貯蓄の偏在は、自然利子率の低下要因の一つであると同時に、ポストコロナの経済を見通すうえで重要なポイントでもある。コロナショックの発生以降、大規模な給付金の支給が日本や米国を含む多くの国で行われたことで、家計貯蓄が増大している。そこで以下では、貯蓄の増大が長期停滞論の視点からどのような含意を持つのかを考察する。家計の資産についての詳細なデータが公表されている米国を参考に、コロナ

ショック後の家計貯蓄の変化を考察する。図表6はコロナショック後の家計の純資産の変動を所得階級ごとに示したものである。資産から負債を差し引いた純資産に注目することで、貯蓄の変動だけでなく給付金による債務返済の影響も捉えることができる。

図表6左図を見ると、高所得者ほどコロナショック後に純資産が増加した傾向が見て取れる。貯蓄のみで見た場合でも同様の傾向は確認できるが、純資産の増加は株式などの有価証券（図表中の「その他金融資産」）の寄与も大きいことが確認できる。背景には、コロナショックという未曾有の経済危機に対して米国政府とFedが大規模な財政・金融政策を講じたことを株式市場参加者が好感し、株価は実体経済とは対照的に早期に回復して歴史的な高水準を記録したことがある。

こうした特徴はリーマン・ショック後とは大きく異なる。図表6右図はリーマン・ショック後の純資産の変動を所得階級別に見たものであるが、住宅価格や株価の急落等を主因として「非金融資産」と「その他金融資産」が減少しており、その

図表6 所得階級別純資産の増加額（左図：コロナショック後【2020年4Q】、右図リーマン・ショック後【2009年3Q】）



(出所) Fed、Haver Analyticsから大和総研作成

影響は高所得者ほど大きかった。結果としてリーマン・ショックは短期的には資産の偏在を緩和する方向に働いたといえる。

他方、コロナ危機対応策として多くの国で実施された家計への給付金は、所得制限を設けずに全国民に支給する国が多かった。こうした事情を勘案すれば、コロナショック後の純資産が高所得者ほど増加しているという傾向は米国に限らず、世界的に見られていても不思議ではない。資産の偏在という観点からは、リーマン・ショックよりもコロナショックの方が深刻な影響をもたらしている可能性が高い。

日本についても貯蓄の動きを世帯主の所得階級別に見ると、米国と同様に、高所得世帯ほど貯蓄が増加していることが分かる（図表7）。さらに貯蓄の増加を「可処分所得の増加」と「消費の減少」に分けるといくつかの興味深い事実が見えてくる。

初めに、低所得世帯の貯蓄を見ると小幅に増加しているものの、その大半は「消費の減少」によってもたらされたものであり、「可処分所得の増加」による寄与は小さい。給付金の支給は可処分所得

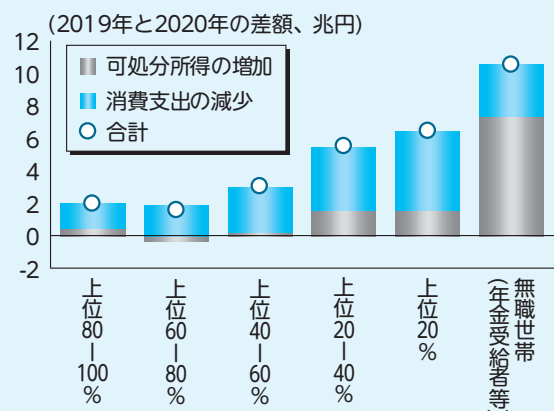
の増加要因として働くはずだが、コロナショックによる失業や休業、残業時間の減少といった影響が低所得者層を中心に強く表れたことで可処分所得の増加は小幅にとどまったとみられる。また、米国では低所得者ほど債務の返済に給付金を使う傾向が見られたが、こうした行動が日本でも広がった可能性がある。

対照的に高所得世帯はコロナショックに伴う雇用情勢の悪化の影響を受けにくかった。高額所得世帯の貯蓄増加は、可処分所得が増加していることに加え、消費支出の減少も大きく寄与している。後者に関しては、緊急事態宣言の発出等により、外食や旅行などのサービス消費の減少額が大きかったとみられる。

無職世帯については、可処分所得の増加が貯蓄の増加に大きく寄与している。低所得世帯とは対照的に、年金受給者が多く含まれる無職世帯は労働市場の悪化の影響を受けにくい。高齢者は感染したときの重症化リスクが高いことから外出を控える傾向が強かったこともあり、給付金そのまま貯蓄に回ったと考えられる。このように、日本においても米国と同様に、高所得者ほどコロナショック後の貯蓄の増加幅が大きく、結果として貯蓄の偏在が加速した可能性を指摘できる。

コロナショックの影響が長期化すれば、低所得者層における可処分所得の伸び悩みや高所得者層での消費性向の低下といった要因が家計部門全体で見た貯蓄率の上昇に寄与する可能性がある。当社ではコロナショックによって急上昇した家計貯蓄率は徐々に低下していくと見込むものの、2010年代の平均値と比較して2020年以降の家計貯蓄率の平均値は上昇することを予想している（図表8）。こうした変化は貯蓄曲線の右方へのシフトを通じて、自然利子率に低下圧力をかけるこ

図表7 所得階級別に見た貯蓄の増加額(日本)



(出所)総務省、内閣府統計から大和総研作成

とになる。

2. ポストコロナの企業行動

1) ゾンビ企業の増加リスク

資産バブル崩壊以降の日本の低成長を説明する存在として認識されたゾンビ企業は、かつては日本特有の現象と見られていた。しかし Banerjee and Hofmann (2020) によると、主要国におけるゾンビ企業の割合はコロナショック前で日本よりも高かった。Banerjee and Hofmann (2018) は、ゾンビ企業と低金利の関係性を指摘しており、主要国では金利の低下とともにゾンビ企業の割合が上昇したことに着目している(図表9)¹⁾。

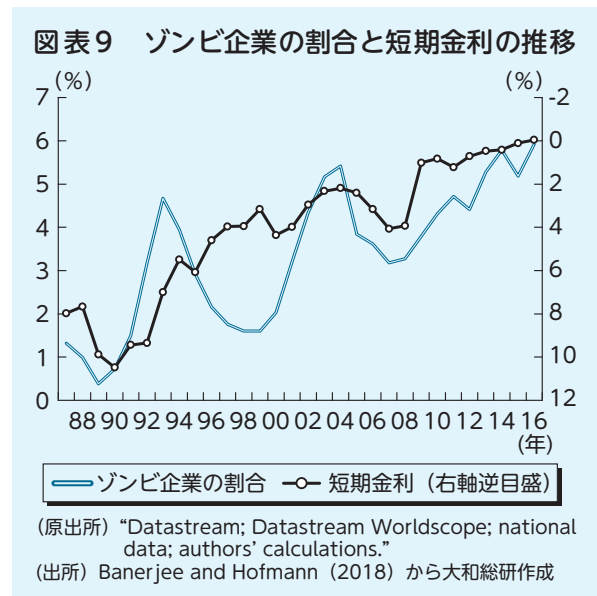
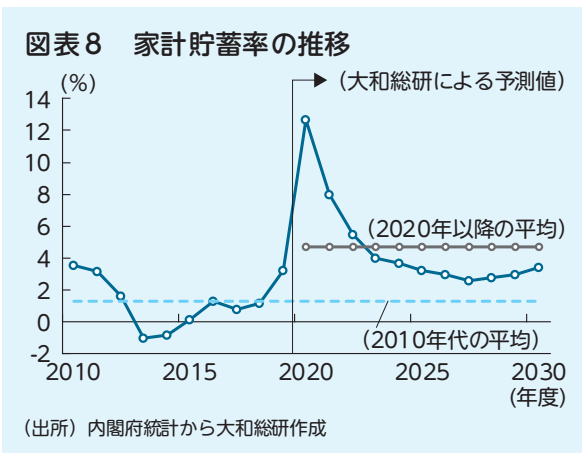
リーマン・ショック後、先進国の中央銀行は長らく低金利政策を続けていた。Fed や E C B は、一時は利上げに転じたもののその引き上げ幅は小さく、コロナショック後に再び利下げを実施した。こうして長らく低金利環境が続いたことがゾンビ企業を増やし、経済全体の生産性の低下を通じて更なる金利の下押し圧力として働いた可能性がある。

このように、ゾンビ企業はコロナショック前か

ら世界的に増加傾向にあったが、ショック後は金融緩和に加えて、大規模な財政支出によって増加傾向が加速した可能性がある。

図表 10 は、コロナショック前後における倒産件数の動きを過去の景気後退局面及びリーマン・ショック時と比較したものである。コロナショック後の倒産件数は過去のそれとは違い、ショックが起こった時点から増加するどころかむしろ急激な減少に転じている。倒産を免れた企業の中には、生産性が高く、通常の経済なら十分に存続可能な企業が多く含まれる。だが、中にはコロナショックがなくてもいずれ倒産していたであろうゾンビ企業もあると考えられる。

こうした現象は日本(図表 10 左図)だけでなく世界的にも観察されており、(図表 10 右図)ゾンビ企業の存続リスクは世界的に高まっている可能性がある。また、日本に関しては後述する通り、融資などによる支援の割合が非常に大きい部類に入ることから、ゾンビ企業が生き残りやすい



1) 対象国は、オーストラリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、スペイン、スウェーデン、スイス、イギリス、米国。

環境が醸成されていると考えられよう。

各国がコロナショック直後に実施した大規模な資金繰り支援策は、連鎖倒産による経済の更なる悪化を回避した点で非常に有効であったと評価できる。現在も感染収束の目途は立っていないことから、こうした政策的な支援は引き続き必要だろう。しかし、経済が正常化した後も支援策が継続されれば、ゾンビ企業の増加による経済への悪影響が支援策によるプラスの効果を上回ることになりかねない。

先の分析で示した通り、ゾンビ企業の割合の増加は設備投資の減少による投資曲線の左シフトを通じて、自然利子率を低下させる可能性がある。こうした成長の低迷は、まさに資産バブル崩壊後に日本が経験したものであり、いわば90年代日本型の長期停滞に世界が陥る可能性は残ろう。

2) 企業の予備的動機による貯蓄増加の可能性

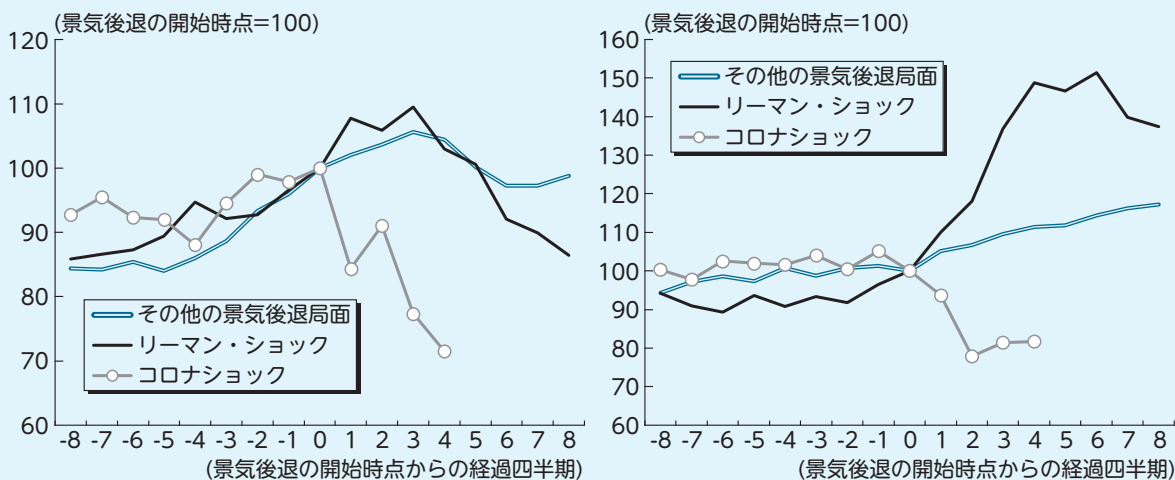
コロナショックのような大きな経済・社会的なショックは企業のリスクの取り方に対する考えを

変えさせる可能性がある。特に注意が必要なのは、コロナショックを経て企業の予備的動機が高まり、貯蓄曲線が右方にシフトすることで自然利子率が低下するリスクである。

コロナショック前は日本企業が現預金などを過度に積み上げているという、いわゆる「内部留保問題」が盛んに議論されていたが、コロナショックを経て、分厚い内部留保が企業の倒産を防ぐことに一定程度寄与したという見方が増えている。

内部留保はバランスシートの資本項目にあり、貯蓄（預金）は資産項目にあることから、内部留保の拡大は必ずしも貯蓄の増加につながるわけではないが、過去には現預金の増加と内部留保の増加が同時に観察されており、内部留保の一部が貯蓄として運用されていた可能性がある。こうした関係を踏まえると、企業におけるリスク許容度の変化が内部留保の増加を促し、結果として貯蓄を積み上げる動きが今後加速する可能性はあろう。テールリスクとしてこうした行動が本格化すれば、内部留保の一部が預金によって運用されることで、マクロ経済全体で見た貯蓄曲線が右方にシ

図表10 過去の景気後退局面とコロナショック時の倒産件数の比較（左図：日本、右図：世界13カ国）



(注) 左図のデータは大和総研による季節調整値を使用
(出所) 東京商工リサーチ、IMFから大和総研作成

フトし、自然利子率に低下圧力がかかるリスクには警戒が必要だ。

3章 ポストコロナの政策対応の課題

1. 各国のコロナショックへの対応とその評価

コロナショックという未曾有の危機に対して、各国政府は大規模な経済対策を行ったことは記憶に新しい。図表 11 は、リーマン・ショック時とコロナショック時における各国の構造的財政収支の変化幅を示したものである。構造的財政収支とは、景気循環による影響を除いた財政収支であり、政府による増税・減税や歳出拡大・縮小といった裁量的な政策に基づく財政収支と理解できる。多くの国ではリーマン・ショック時を大幅に上回る規模の経済対策が実施された様子が見て取れる。

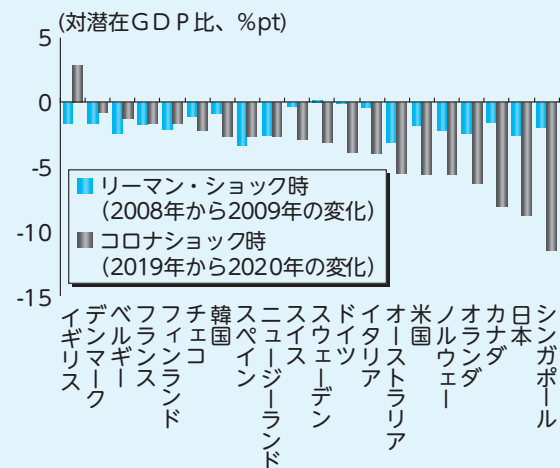
さらに各国政府のコロナショック対応費の内訳を示したものが図表 12 である。多くの国が大規模な対策を実施する中、日本の特徴としては、「融資、資本注入等」の規模が世界的に見ても大きいことが挙げられる。ドイツやイタリアも同様に融資、資本注入等の割合が大きい。これらの国には中小企業が多いという共通点が挙げられる。コロナショックは大企業よりも中小企業に甚大な影響をもたらしたとみられるため、中小企業を重点的に支援するような対策が取られたとみられる。

こうした大規模な経済対策は、足元の景気を下支えするだけでなく、企業の成長期待をつなぎとめる意味でも大きな役割を果たしたとみられる。実際、コロナショック後に内閣府が企業に対して実施した「令和 2 年度企業行動に関するアンケート調査」において「我が国の実質成長率見通し」

は次年度、今後 3 年間、今後 5 年間のいずれもコロナショック前の 2018 年度調査の値を上回っている。これは期待成長率が大幅に低下したリーマン・ショック時とは大きく異なる。背景には、金融システムへの影響が軽微であったこともあるが、大規模な財政・金融政策が期待成長率の低下を抑えた側面もあろう。

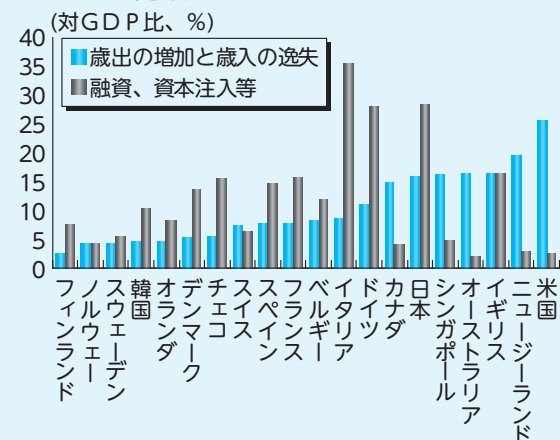
日本において期待成長率の変動がマクロ経済に与える影響を考察するため、期待成長率が 1 年

図表 11 構造的財政収支の変化幅



(出所) IMF から大和総研作成

図表 12 各国政府のコロナショック対応費の内訳



(出所) IMF から大和総研作成

間に亘り1%pt低下した場合（シナリオ②）と、恒久的に1%pt低下した場合（シナリオ①）の、実質GDP、実質設備投資、失業率のベースラインからの乖離率の推移を示したものが図表13である。期待成長率の低下が短期間で収束する場合にはいずれの変数も比較的早く改善に向かう一方、恒久的に期待成長率が低下する場合には、その影響は長期間に亘り発現する。

2. ポストコロナの経済対策の在り方

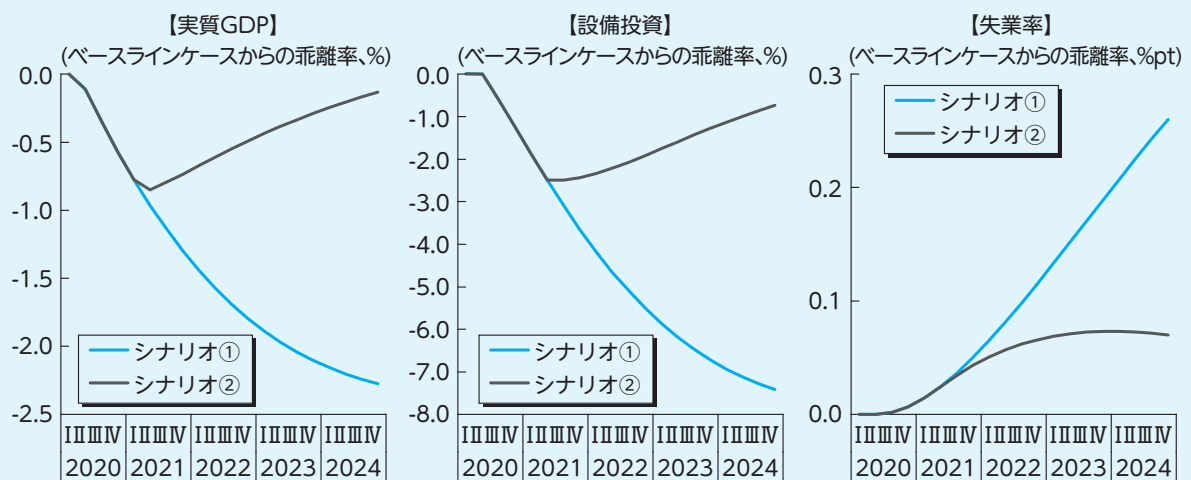
先行きを考えるうえで、新型コロナウイルスが収束に向かい、経済活動が正常化していく過程で各国政府がいかにコロナ危機対応策を縮小させるのかも重要となる。景気への悪影響を懸念して感染収束後も大規模な経済対策を継続すれば、先に述べたようにゾンビ企業を存続させ、経済全体の生産性が低下するリスクがある。

さらに、政府債務残高の拡大によって中長期的な経済成長率が低下する可能性も指摘できる。例えば佐藤他（2020）では、一人当たり実質GD

P成長率と債務残高対GDP比の関係から、現在の日本の債務残高の水準は成長率を押し下げている可能性を指摘している（図表14）。コロナショック前から政府債務残高のGDP比が先進国の中で突出して高かった日本は、経済が正常化した段階で財政再建とポストコロナの政策対応の両立という難しい舵取りを迫られるだろう。

自然利子率低下への処方箋として、公共投資の拡大によって投資曲線の右シフトさせることが考えられるが、こうした財政への懸念は公共投資の増加を通じた自然利子率の引き上げが長期的には持続的でない可能性を示唆している。公共投資の拡大を国債の発行で賄うような政策では、GDPの押し上げ効果は一時的である一方、債務残高の拡大による負の影響は長期に亘り残存することに注意が必要だ。1兆円の国債を発行して、1兆円の公共投資を1年間で行った場合、公共投資の増加による自然利子率の直接的な上昇効果は1年で切れる一方で、国債は償還されるまで政府の債務にその後も残り続ける。既に公的債務残高の水準

図表13 期待成長率の低下がもたらす影響



（注）シナリオ①は、期待成長率が2020年4-6月期以降恒久的に1%pt低下した場合の影響。シナリオ②は2020年4-6月期から1年間のみ期待成長率が1%pt低下した場合の影響
（出所）大和総研短期マクロモデルから大和総研作成

が高い中、追加的な財政支出の拡大は一時的には景気の拡大に寄与しても、長期的には債務残高の増加というストック面から負の影響が実質GDPの低下に寄与する可能性がある。

また、コロナショック前に森川（2017）が行ったサーベイによると、税制や社会保障の不確実性が消費を抑制していると答えた人の割合は、どの世代を見ても60%を超えている。経済がコロナショックから本格回復した局面では、税制・社会保障の不確実性が消費の抑制要因として強く働く可能性がある。消費の抑制は裏を返すと貯蓄の増加であることを踏まえれば、こうした不安は貯蓄曲線の右方へのシフトを通じて、ポストコロナの自然利子率を長期的に下押しする要因として働き得る。こうした負の影響を緩和するため、ポス

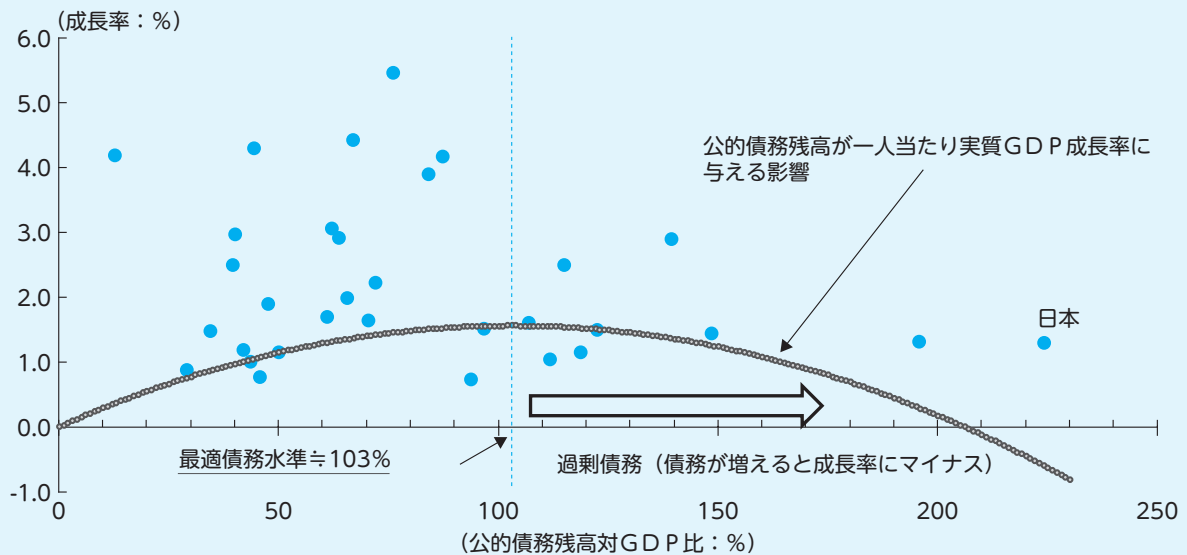
トコロナの経済政策運営においては、財政健全化や社会保障改革を進めることが重要となる。

おわりに

本稿では、貯蓄及び投資の金利との関係性を前提に、過去の自然利子率の低下を「投資曲線の左方へのシフト」、「貯蓄曲線の右方へのシフト」という2つの要因に分けたうえで、コロナショックがもたらした経済構造の変化がこれら2つの曲線をどのようにシフトさせ得るかを検討した。

コロナショック後に発生した過剰貯蓄やゾンビ企業の潜在的な増加リスクといった要因は、前者が貯蓄曲線を右方に、後者が投資曲線を左方にシフトさせ、いずれも自然利子率を押し下げる方向

図表14 一人当たり実質GDP成長率と公的債務残高対GDP比（OECD諸国）



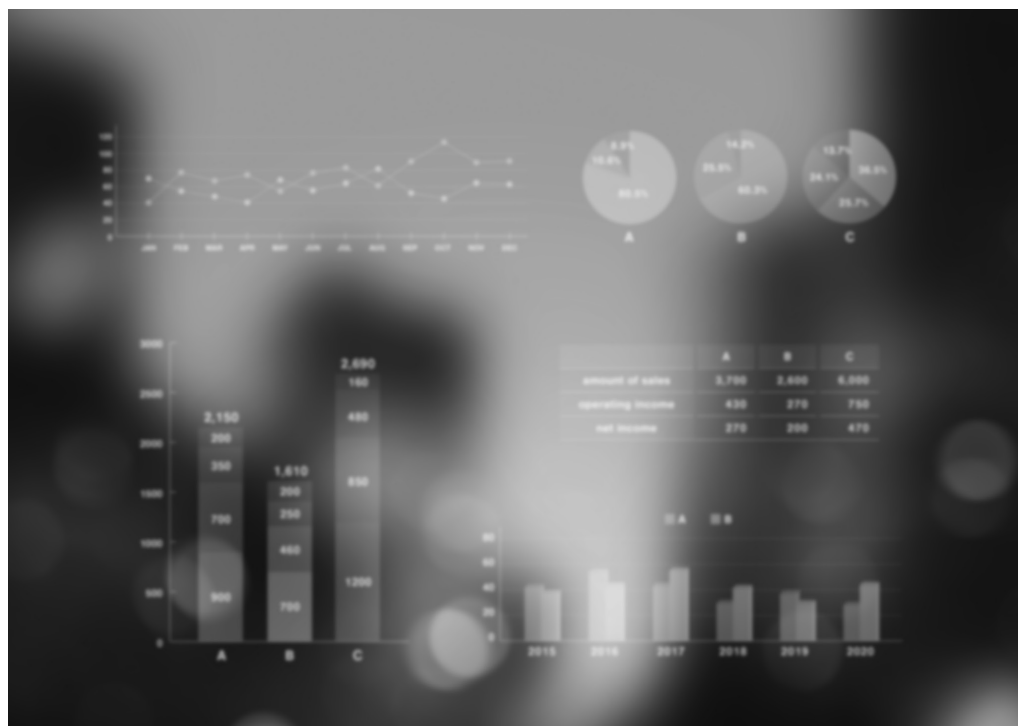
(注1) データは1970年～2015年（一人当たり実質GDP成長率のみ2018年まで）、OECD諸国のうち欠損値の少ない31カ国を採用。
 (注2) 推計式は以下の通り。なお、() はt値で、国と時間を考慮した固定効果モデルにより推計（不均一分散は修正済）。なお、一人当たり実質GDP成長率は前方3年移動平均値を採用することで、一人当たり実質GDP成長率が政府債務残高に与える逆の因果関係（内生性）を除去している。

$$\begin{aligned} \text{一人当たり実質GDP成長率} = & 70.18 - 6.80 * \text{一人当たり実質GDP (対数値)} + 0.089 * \text{国民貯蓄率} \\ & (5.44) \quad (-5.56) \quad (4.55) \\ & -0.968 * \text{人口成長率} + 0.030 * \text{政府債務残高対GDP比} - 0.00015 * (\text{政府債務残高対GDP比})^2 \\ & (-5.38) \quad (4.91) \quad (-4.94) \end{aligned}$$

Adj.R-squared=0.601, サンプル数=916

(出所) OECD.Stat、IMF、世界銀行から大和総研作成

に作用する。さらに、コロナショック対応として実施された大規模な経済対策は、短期的には景気の下支え等の大きなプラスの効果をもたらした。しかしながら、新型コロナウイルスが収束した後もこうした政策が継続されれば、ゾンビ企業の存続による低成長リスクだけでなく、政府債務の増加を通じて経済成長に悪影響を及ぼすリスクもある。こうした悪影響を緩和するためにも、ポストコロナにおける政策運営のポイントとして、財政健全化や社会保障改革を進めることの重要性を指摘した。コロナショックを乗り越えた後に長期停滞に陥らないため、ポストコロナの経済におけるリスクや政策の在り方を検討することは重要であり、本稿がそうした議論の一助となれば幸いである。



参考文献

- ・ Banerjee, R. and B. Hofmann (2018) “The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences.” *BIS Quarterly Review*, September, pp.67-78.
- ・ Banerjee, R. and B. Hofmann (2020) “Corporate zombies: Anatomy and life cycle”, *BIS Working Papers*, No 882, Bank for International Settlements, September 2020
- ・ Caballero, R J., T. Hoshi and A K. Kashyap (2008) “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan” *American Economic Review*, 98 (5) : pp.1943-1977.
- ・ Holston, K., T. Laubach and J C. Williams (2017) “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” *Journal of International Economics* 108, supplement 1 (May) : S39-S75.
- ・ International Monetary Fund (2021) “World Economic Outlook, April 2021: Managing Divergent Recoveries”
- ・ Rachel, L. and T D. Smith (2015) “Secular Drivers of the Global Real Interest Rate.” *Staff Working Paper*, No. 571, Bank of England, December 2015. Available at: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/secular-drivers-of-the-global-real-interest-rate.pdf?la=en&hash=AC63431DCC1F424EE322014DF858C860C148817D> (Last accessed: 11 June 2021)
- ・ Laubach T. and J C. Williams (2003) “Measuring the Natural Rate of Interest,” *Review of Economics and Statistics* 85, no.4 (November) : pp.1063-70.
- ・ 池尾和人 (2020) 「着眼大局 『長期停滞論』、企業と個人を取り巻く経済環境を知る」、週刊経営財務 No.3442 (2020年1月27日号)
- ・ 岡崎陽介・須藤直 (2018) 「わが国の自然利子率—DSGE モデルに基づく水準の計測と決定要因の識別—」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 18-J-3
- ・ 佐藤光・溝端幹雄・鈴木雄大郎 (2020) 「コロナ禍による過剰債務リスク」大和総研レポート (2020年5月22日)
- ・ 森川正之 (2017) 「政策の不確実性と消費・貯蓄行動」、RIETI Discussion Paper Series 17-J-007

[著者]

久後 翔太郎 (くご しょうたろう)



経済調査部
エコノミスト
担当は、日本経済 / 財政、
金融政策